

*Mr Vladimir Marjanski, asistent  
Pravnog fakulteta u Novom Sadu*

## UTVRĐIVANJE EMISIONE CENE AKCIJA

**Sažetak:** *Pitanje utvrđivanja emisione cene akcija ima velik značaj. Uspeh emisije odlučujuće zavisi od njenog pravilnog utvrđivanja. Utvrđivanje (pronalaženje) adekvatne emisione cene je komplikovano, jer se interesi emitenta, emisione banke (ili konzorcijuma banaka) i ulagača razmimoilaze. U cilju pronalaženja načina za pomirenje ili ublažavanje ovih međusobno suprotstavljenih interesa, u praksi su izgrađeni različiti postupci određivanja emisione cene akcija. Poznata su tri postupka utvrđivanja (pronalaženja) emisione cene: postupak čvrstog određivanja emisione cene, postupak aukcije i postupak stvaranja knjige (eng. bookbuilding). U radu se obrađuju prvenstveno pravni aspekti vezani za utvrđivanje emisione cene akcija, kao npr. pravna ograničenja u pogledu određivanja visine emisione cene, ograničenja u pogledu izbora postupka za pronalaženje emisione cene<sup>1</sup>, pravna pravila vezana za primenu pomenu-tih postupaka, polje njihove primene, kao i prednosti i nedostaci koji iz njihove primene proističu.*

**Ključne reči:** *emisiona cena, akcije, čvrsto određivanje emisione cene, aukcija, postupak stvaranja knjige (bookbuilding).*

### 1) Značaj adekvatnog utvrđivanja emisione cene akcija

Emisiona cena akcija je cena po kojoj se akcije izdaju.<sup>2</sup> Pitanje utvrđivanja emisione cene akcija ima velik značaj. Uspeh emisije odlučujuće zavisi od adekvatnog utvrđivanja emisione cene. Iako na emisionu cenu

---

<sup>1</sup> U radu se posebno ukazuje na slabosti koje u tom domenu postoje u našem pravnom sistemu, kao i na njegovu neusklađenost sa važećim normama u Pravu EU.

<sup>2</sup> O definisanju emisione cene videti opširnije kod W. Groß, *Kapitalmarktrecht*, München, 2006. p. 306.

utiče procena vrednosti „preduzeća“<sup>3</sup> emitenta, postignuta cena na tržištu kapitala<sup>4</sup> zavisi i od niza drugih faktora. Utvrđivanje (pronalaženje) „pravilne“<sup>5</sup> emisione cene je komplikovano jer se interesi emitenta, emisione banke (ili konzorcijuma banaka) i investitora<sup>6</sup> razmimoilaze. Potencijalni investitori su zainteresovani za što je moguće povoljniju (nižu) cenu emisije, kao i potpuno ispunjenje njihove „porudžbine“ tj. sticanje onog broja akcija za koji su zainteresovani. Emitent je suprotno njima zainteresovan za potpuni uspeh emisije i ostvarivanje što većeg priliva kapitala (uspostavljanje više emisione cene). Emitent, međutim, po pravilu, ne sprovodi emisiju akcija samostalno, već to čini uz angažman emisione banke odnosno konzorcijuma banaka. Stoga u čitavom postupku ne treba zanemariti i ulogu emisione banke u čijem je primarnom interesu da ostvari uspešan plasman preuzetih akcija.<sup>7</sup> Emisiona banka odnosno vođa konzorcijuma banaka treba da razvije takav koncept plasiranja kojim bi u okviru tržišno orjentisanog određivanja cene podjednako bio uzet u obzir interes emitenta i ulagača (investitora) i koji bi istovremeno omogućio fer preraspodelu emisio­nog rizika na sve učesnike u postupku emisije.<sup>8</sup> Osim toga, kada je emisija akcija u pitanju, treba uzeti u obzir i poseban interes „starih“ akcionara, koji su, posebno u slučaju isključenja njihovog prava prioritenog upisa, zainteresovani za uspostavljanje više emisione cene, jer niža cena emisije po pravilu može uticati na pad vrednosti „starih“ akcija koje oni poseduju.

U cilju pronalaženja načina za pomirenje ili ublažavanje ovog višestranog sukoba interesa, u praksi su izgrađeni različiti postupci određivanja emisio­ne cene akcija. Oni su istovremeno doveli do izmena u postojećoj pravnoj regulativi i stvaranja novih mehanizama sprovođenja postupka preraspodele

---

<sup>3</sup> Termin preduzeće koji će biti korišćen na nekoliko mesta u radu, se upotrebljava da označi objekat delatnosti emitenta, a ne u značenju jedne vrste privrednog subjekta kako se on često upotrebljava u ekonomskoj literaturi i ranijim zakonskim propisima kod nas (npr. Zakon o preduzećima iz 1996.)

<sup>4</sup> Tržište kapitala podrazumeva berzansku i vanberzansku trgovinu hartijama od vrednosti, finansijskim instrumentima tržišta novca i derivatima.

<sup>5</sup> Adekvatna je ona cena koja je tržišno opravdana. Drugim rečima, to je najviša cena koja istovremeno dovodi do uspeha emisije.

<sup>6</sup> Pored termina investitor u literaturi i pozitivnom uporednom pravu se koristi i izraz ulagač. U radu će biti korišćen izraz investitor kao izraz (pojam) koji je definisan u našem pozitivnom pravu. Videti član 2 st. 1 t. 9 i 10 Zakona o tržištu hartija od vrednosti „Službeni glasnik RS“ br. 47/2006 (u daljem tekstu ZTHoV).

<sup>7</sup> Postoje različiti modaliteti angažmana emisione banke. Ona može istupati kao zastupnik, komisionar emitenta ili čvrsto preuzeti (upisati) sve ili deo akcija i nuditi ih dalje u svoje ime i za svoj račun. O tome videti detaljnije izlaganja kod S. Šogorov, *Bankarsko pravo*, Novi Sad, 2004, od str. 163-166.

<sup>8</sup> S. Kümpel, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2000, p. 1285.

u slučaju prebukiranosti emisije (prekobrojnog upisa efekata). Kao posledica nekih od njih (npr. postupka stvaranja knjige<sup>9</sup>), nastali su i mehanizmi za vršenje stabilizacije cene akcija nakon završetka službenog plasmana („*Green-shoe*“ metod, na primer). Konačno, treba imati u vidu da je postupak pronalaženja adekvatne emisione cene različito težak u zavisnosti da li je u pitanju prvobitno javno plasiranje akcija (inicijalna javna ponuda) ili su predmet ponude „nove“ akcije emitenta čije su „stare“ akcije iste klase već uključene na organizovano tržište (naredna javna ponuda). U praksi su poznata tri postupka<sup>10</sup> utvrđivanja (pronalaženja) emisione cene akcija: čvrsto određivanje cene, postupak aukcije i postupak stvaranja knjige (eng. *bookbuilding*). Na kraju, valja istaći da izbor postupka utvrđivanja (pronalaženja) emisione cene akcija često zavisi i od toga da li će pri njegovom izboru preovladati interes jednog ili drugog *stakeholder-a*<sup>11 12</sup>

## 2) Pravna ograničenja prilikom utvrđivanja emisione cene akcija

### a) Uvodne napomene

U pogledu utvrđivanja visine emisione cene akcija, ali i izbora različitih postupaka njenog utvrđivanja (pronalaženja) mogu postojati određena pravna ograničenja. Ta ograničenja se obično uspostavljaju prinudnim normama Prava privrednih društava, ali ponekad i normama Prava tržišta kapitala<sup>13</sup> (to je npr. slučaj u našem pravu). Uobičajena pravna ograniče-

<sup>9</sup> U stranoj literaturi i praksi je postupak stvaranja knjige poznat pod nazivom „*bookbuilding*“.

<sup>10</sup> U literaturi se upotrebljava i izraz metode utvrđivanja (pronalaženja) emisione cene. U daljem tekstu ćemo koristiti izraz postupak, jer se izraz metod procene, koji se sreće u računovodstvenim propisima, upotrebljava za označavanje različitih metoda procene vrednosti „preduzeća“. Izraz metod ćemo, koristiti prilikom označavanja pojedinih varijanti utvrđivanja emisione cene u postupku aukcije.

<sup>11</sup> *Stakeholderom* se smatraju pripadnici određene grupe koje dotiče delatnost određenog privrednog subjekta.

<sup>12</sup> O interesima pojedinih *stakeholder-a* (akcionara i uprave emitenta, emisione banke odnosno konzorcijuma, investitora i dr.) videti opširnije kod T. Jabas, *Lizentiatsarbeit – Preisbildung bei Initial Public Offerings: Bookbuilding - Verfahren Versus Auktionen*, Basel, 2004, od p. 47-52.

<sup>13</sup> Pravo tržišta kapitala (nem. *Das Kapitalmarktrecht*, eng. *Capital Market Law*) predstavlja skup svih pravnih pravila (načela i pravnih normi) koje služe uspostavljanju i poboljšanju alokativne, operacionalne i institucionalne sposobnosti funkcionisanja tržišta kapitala. Pri tome se pod tržištem kapitala podrazumeva berzanska i vanberzanska trgovina hartijama od vrednosti, finansijskim instrumentima tržišta novca i derivatima. O tome videti opširnije kod M. Lenenbach, *Kapitalmarkt- und Börsenrecht*, Köln, 2002., p. 21-23 i kod P. Buck-Heeb, *Kapitalmarktrecht*, 2. Auflage, Heidelberg, 2007, p. 1-6.

nja uspostavljena Pravom privrednih društava tiču se minimalne (donje) cene izdavanja akcija. Naime, opšte je prihvaćeno pravilo da se akcije ne smeju izdavati ispod njihove nominalne odnosno obračunske vrednosti (princip održanja osnovnog kapitala). Pod cenom izdavanja akcija podrazumeva se iznos koji se plaća prilikom davanja izjave o upisu (potpisivanja upisnice). Cena izdavanja se, međutim, ne mora poklapati sa iznosom po kome se akcije konačno plasiraju trećim licima (on je često veći), npr. posredstvom pokrovitelja emisije (emisije banke odnosno konzorcijuma banaka). U svakom slučaju, ako pokrovitelj emisije u svoje ime upisuje akcije pa ih tek nakon toga (obično u skladu sa uslovima predviđenim u emisionom poslu sa emitentom) plasira na treća lica, on takođe mora računati sa minimalnim iznosom ispod kojih akcije ne sme upisati. Ponekad se dodaje kriterijum da cena izdavanja, pored toga što ne sme biti niža od nominalne odnosno obračunske vrednosti, ne sme biti niža ni od tržišne cene akcija.

Pored ograničenja koja se tiču minimalne cene ispod koje se ne sme ići prilikom izdavanja akcija, u specifičnim situacijama prinudne norme Prava privrednih društava isključuju primenu otvorenih postupaka utvrđivanja emisije cene (aukciju i *bookbuilding*). To je u pojedinim pravima slučaj (npr. pravo Austrije<sup>14</sup> i pre najnovijih izmena u pravu SR Nemačke<sup>15</sup>), kada se povećanje osnovnog kapitala vrši bez prethodnog isključenja prava prioritnog upisa akcija. U tom slučaju emisiona cena tj. cena po kojoj se vrši prioritni upis mora unapred biti određena u fiksnom iznosu, te je u skladu sa tim jedini mogući postupak utvrđivanja emisije cene, postupak njenog fiksnog (čvrstog) utvrđivanja. Norme Prava tržišta kapitala i opšte norme građanskog prava, po pravilu, ne sadrže dodatna ograničenja u pogledu utvrđivanja visine emisije cene akcija. Ipak, norme Prava tržišta kapitala ponekad (kao što je to npr. slučaj u našem pravu), onemogućavaju primenu različitih postupaka koji bi se mogli koristiti prilikom pronalaženja emisije cene akcija.

### **b) Naše pravo**

Naše pravo sadrži veoma restriktivne odredbe kada je utvrđivanje emisije cene akcija u pitanju. U tom pogledu postoje brojna ograničenja koja se tiču ne samo visine utvrđivanja emisije cene, već i izbora po-

---

<sup>14</sup> Videti o tome opširnije kod S. Kalls – M. Oppitz – J. Zollner, *Kapitalmarktrecht – System (I)*, Wien, 2005, p. 237.

<sup>15</sup> U pogledu poslednjih izmena člana 186 Zakona o akcionarskim društvima SR Nemačke (skraćeno AktG) videti izlaganja kod J. Ekkenga – H. Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin, 2006, p. 95.

stupka za njeno pronalaženje. Prva grupa ograničenja je uspostavljena prinudnim normama Zakona o privrednim društvima<sup>16</sup> (u daljem tekstu ZPD). Akcije se ne mogu izdavati za emisionu cenu koja je niža od njihove nominalne vrednosti odnosno računovodstvene vrednosti kada se akcije izdaju bez nominalne vrednosti.<sup>17</sup> To je uobičajeno ograničenje koje se sreće i u drugim pravima. Pored toga, akcije iz nove emisije izdaju se po tržišnoj vrednosti utvrđenoj ovim zakonom.<sup>18</sup> Tržišna vrednost akcija jeste njihova prosečna cena koja se redovno objavljuje na berzi ili drugom odgovarajućem tržištu, u periodu koji neposredno prethodi danu na koji se utvrđuje, a koji nije kraći od tri niti duži od šest meseci.<sup>19</sup> U slučaju da se akcijama ne trguje redovno ili ne postoji odgovarajuće tržište, njihova tržišna vrednost se utvrđuje na osnovu procenjene vrednosti kapitala društva primenom odgovarajućih metoda procene.<sup>20 21</sup> Definisane tržišne cene na navedeni način dosta je neprecizno, što otežava primenu navedenih odredaba i zahteva dodatna tumačenja. Osim toga naše berzansko tržište je nedovoljno likvidno, pa i kod kontinuiranog i kod aukcijskog trgovanja postoji problem reprezentativnosti prosečne cene sa stanovišta ostvarenog prometa i broja transakcija.<sup>22</sup> Ovako propisan način određivanja emisione cene čini emisiju nedovoljno atraktivnom, jer obezbeđuje identične uslove kao na sekundarnom tržištu (ili čak gore, u slučaju povoljnog trenda u prethodna 3 meseca). U slučaju kada u periodu od šest meseci pre dana donošenja odluke o izdavanju akcija nije bilo trgovanja, odnosno nije ostvaren bilo kakav promet na berzi, upravni odbor društva odlukom utvrđuje emisionu cenu akcija na osnovu izveštaja o proceni vrednosti kapitala izvršenog primenom odgovarajućeg metoda procene (prinosni metodi i imovinski metod, kome pripada i knjigovodstveni metod procene), u skladu sa članom 445 ZPD. U skladu sa članom 213 st. 12 ZPD upravni odbor je dužan da skupštini društva obrazloži predloženu cenu izdavanja akcija. Odredba člana 240 koja sadrži normu da se akcije izdaju po tržišnoj ceni, prema našem mišljenju, ima zaštitni karakter. Ovde je, smatramo, intencija zakonodavca bila da spreči izdavanje akcija ispod tržišne ce-

<sup>16</sup> „Službeni glasnik RS“ br. 125/2004.

<sup>17</sup> Član 212 st. 1 ZPD.

<sup>18</sup> Član 240 ZPD.

<sup>19</sup> Član 445 st. 1 rečenica 1 ZPD.

<sup>20</sup> Član 445 st. 1 rečenica 2 ZPD.

<sup>21</sup> Ovde se misli na računovodstvene metode procene (npr. knjigovodstveni metod), a ne na postupke utvrđivanja emisione cene (aukciju, postupak stvaranje knjige i sl.)

<sup>22</sup> Videti Mišljenje Komisije za hartije od vrednosti Republike Srbije u vezi određivanja vrednosti po kojoj se mogu emitovati akcije od 21.03.2006. godine zavedeno pod brojem 2/0-03-156/2-06.

ne, a ne i da onemogući njihovo izdavanje po većoj ceni od tržišne (suprotno rešenje ne bi bilo logično). Stoga smatramo da ZPD zapravo ne sprečava primenu otvorenih postupaka za pronalaženje emisione cene. Prema našem mišljenju je dovoljno da cena koju utvrdi upravni odbor bude samo indikativna minimalna po kojoj se akcije nude na osnovu javne ponude, kao i da tako utvrđena emisiona cena bude u skladu sa pomenutim prinudnim normama, a da u postupku aukcije ili *bookbuilding-a* može biti postignuta viša emisiona cena.

Ipak, prinudne norme Prava tržišta kapitala kod nas zahtevaju da emisiona cena u fiksnom iznosu bude utvrđena još u prospektu, čije odobrenje i objavljivanje predstavlja osnovni uslov za upućivanje javne ponude. ZTHoV pri tome ne sadrži odredbe o mogućnosti izostavljanja pojedinih informacija u prospektu (kao što su npr. emisiona cena i obim emisije) i pravnim posledicama takvog postupka (pravo ulagača na opoziv ponude i sl.), što je sada već uobičajeno pravilo u Pravu EU.<sup>23 24</sup>

Pravilnik o sadržini i formi prospekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti (u daljem tekstu Pravilnik) koji se primenjuje zajedno sa Uputstvom o sadržini i formi prospekta za izdavanje akcija (prilog 1)<sup>25</sup> predviđa da u uvodnom delu prospekta obavezno mora biti navedena cena po kojoj se akcije nude. Kako odobrenje prospekta predstavlja uslov za punovažno upućivanje javne ponude, postaje jasno da su time u našem pravu za sada zatvorena vrata za primenu otvorenih postupaka pronalaženja emisione cene akcija (aukcije ili *bookbuilding* postupka). To svakako nije dobro rešenje uzimajući u obzir sve nedostatke postupka čvrstog utvrđivanja emisione cene, o kojima će detaljno biti reči kasnije.

## v) Pravo EU

U pravu država članica EU se danas takođe sreću izvesna ograničenja u pogledu utvrđivanja minimalnog iznosa ispod koga se ne sme vršiti izdavanje akcija, ali je izbor postupka pronalaženja emisione cene u gotovo svim slučajevima potpuno liberalizovan. Uobičajena pravna ograničenja uspostavljena Pravom privrednih društava, kao što smo već istakli, tiču se minimalne (donje) cene izdavanja akcija. Naime, opšte je prihvaće-

---

<sup>23</sup> Videti član 8 Direktive EU o prospektu.

<sup>24</sup> ZTHoV predviđa mogućnost izostavljanja pomenutih informacija samo u slučaju preliminarog prospekta. Njegova važnost se, međutim ne proteže na period važenja javne ponude.

<sup>25</sup> Pravilnik i Uputstvo koje predstavlja njegov sastavni deo je donela Komisija za hartije od vrednosti.

no pravilo da se akcije ne smeju izdavati ispod njihove nominalne odnosno obračunske vrednosti (princip održanja osnovnog kapitala). Ponekad se dodaje i kriterijum da cena izdavanja, pored toga što ne sme biti niža od nominalne odnosno obračunske vrednosti, ne sme biti niža ni od tržišne cene akcija (npr. onih društava čijim se „starim“ akcijama već trgovalo na uređenom tržištu).

Pored ograničenja koja se tiču minimalne cene ispod koje se ne sme ići prilikom izdavanja akcija, u specifičnim situacijama prinudne norme Prava privrednih društava isključuju primenu otvorenih postupaka utvrđivanja emisije cene (aukciju i *bookbuilding*). To je još ponegde slučaj kada se povećanje osnovnog kapitala vrši bez prethodnog isključenja prava prioritetnog upisa akcija (npr. u pravu Austrije). U tom slučaju emisiona cena tj. cena po kojoj se vrši prioritetni upis mora unapred biti određena u fiksnom iznosu (objavljena u novinama društva)<sup>26</sup>, te je u skladu sa tim, u tom slučaju, jedini mogući postupak utvrđivanja emisije cene, postupak njenog fiksnog (čvrstog) utvrđivanja. Nakon najnovijih izmena Zakona o akcionarskim društvima SR Nemačke ovo ograničenje više ne postoji, jer se i cena po kojoj se vrši pravo prioritetnog upisa može pronaći primenom nekog od otvorenih postupaka. Dovoljno je da cena izdavanja (tj. cena vršenja prava prioritetnog upisa) bude konačno utvrđena i objavljena 3 dana pre isteka roka za vršenje prava prioritetnog upisa.<sup>27</sup> Time je izbor postupka pronalaženja emisije cene u svim slučajevima postao slobodan.

Norme Prava tržišta kapitala u okvirima EU pružaju punu slobodu izbora različitih postupaka utvrđivanja (pronalaženja) emisije cene. Emisiona cena ne mora biti unapred utvrđena u prospektu. Član 8 Direktive EU o prospektu (eng. *Prospectus Directive*)<sup>28</sup> sadrži norme o mogućnosti izostavljanja pojedinih informacija (emisije cene i obima emisije). Izričito je predviđeno da države članice trebaju da obezbede da tamo gde konačnu cenu i količinu hartija od vrednosti koje se nude nije moguće uključiti u prospekt trebaju biti određeni kriterijumi i, ili uslovi u skladu sa kojima će gornji elementi biti određeni, ili da u slučaju cene u prospektu bude prikazana barem maksimalna cena, ili da u suprotnom ponuda kupovine ili upisa hartija od vrednosti može biti opozvana za ne manje od dva radna dana nakon konačnog određenja cene i količine hartija od vrednosti koje se nude javnosti. Opoziv ponude je dopušten ako u prospektu nisu

<sup>26</sup> Videti član 156 Zakona o akcionarskim društvima Austrije (skraćeno AktG).

<sup>27</sup> J. Ekkenga – H. Maas, *op.cit.*, p. 95.

<sup>28</sup> Direktiva 2003/71/EC Evropskog parlamenta i Saveta od 4. novembra 2003. (u daljem tekstu Direktiva EU o prospektu).

određeni barem maksimalna cena i, ili količina hartija od vrednosti koje se nude i ako nisu određeni barem kriterijumi i, ili uslovi za njihovo određivanje. Ovde je reč o opozivu ponude, jer javna ponuda u otvorenim postupcima utvrđivanja emisione cene kakvi su aukcija ili postupak stvaranja knjige (*bookbuilding*) ima karakter javnog poziva da se učini ponuda (*invitatio ad offerendum*). Kako je ponuda koju čini sticalac<sup>29</sup> prema opštim pravilima građanskog prava obavezujuća (neopoziva), izričitom normom Prava tržišta kapitala se njemu daje mogućnost da u navedenim slučajevima, u relativno kratkom roku, opozove svoju ponudu. Opoziv ponude sticaoca je u pomenutim slučajevima pravno opravdan, jer cena kao bitan element ugovora (*essentia negotii*) predstavlja odlučujući faktor za odluku o upisu odnosno kupovini, te u slučaju nedostatka njenog čvrstog utvrđivanja ili barem kriterijuma za njeno utvrđivanje ulagaču mora biti data mogućnost da ponudu za sticanjem hartija od vrednosti opozove ukoliko ona nije u skladu sa konačno utvrđenom cenom<sup>30</sup>. Ovde, se međutim nameće još jedno značajno pitanje: u kojoj meri kriterijumi i uslovi moraju biti konkretni? U svakom slučaju cena mora biti barem određiva. Stoga se u javnoj ponudi obično unapred određuju ili opseg (minimalna–maksimalna cena) ili samo maksimalna emisiona cena.<sup>31</sup> Na taj način javnost na prvi pogled može prepoznati sa kojom najvišom cenom može računati.<sup>32</sup> U slučaju izostanka tih kriterijuma i, ili uslova za određivanje cene i količine hartija od vrednosti koje se nude javnosti, upisnik ima pravo opoziva svoje ponude, nakon objavljivanja konačne cene i količine akcija ili drugih hartija od vrednosti koje se nude. Mogućnost opoziva, videli smo mora postojati u roku koji ne može biti kraći od 2 radna dana.<sup>33</sup> Konačna cena i količina hartija od vrednosti koje se nude javnosti se beleže od strane nadležne vlasti države članice domaćina<sup>34</sup> i objavljuju u skladu sa odredbama sadržanim u članu 14 st. 2 Direktive EU o prospektu. Uvođenjem odredaba o mogućnosti izostavljanja navedenih informacija je zapravo omogućena primena najrazličitijih postupaka utvrđivanja

---

<sup>29</sup> U Direktivi EU o prospektu se na ovom mestu koristi izraz sticalac koji je širi od termina ulagač. Praktično to znači da pravo opoziva ponude, pod navedenim uslovima, nema samo ulagač već i preuzimalac emisije koji je upisao hartije od vrednosti radi lakšeg plasmana emitentovih efekata.

<sup>30</sup> S. Kalss – M. Oppitz – J. Zollner, *op. cit.*, p. 260.

<sup>31</sup> *Ibid.*

<sup>32</sup> W. Groß, *op. cit.*, p. 307.

<sup>33</sup> U zakonodavstvima država članica može biti propisan i duži, ali svakako ne kraći rok od onog predviđenog u Direktivi.

<sup>34</sup> Država članica domaćin je u Direktivi definisana kao država u kojoj je emitent (izdavalac) registrovan.



(pronalaženja) emisione cene efekata (time naravno i akcija), kao i podešavanje obima emisije u skladu sa interesovanjem koje vlada za efektima koji se izdaju javnom ponudom.

### **3. Postupci utvrđivanja (pronalaženja) emisione cene akcija**

#### **a) Uvodne napomene**

U uporednom pravu i praksi emisije akcija sreću se tri postupka za utvrđivanje (pronalaženje) emisione cene. Oni se uslovno rečeno mogu podeliti u dve grupe. U prvu, spada postupak čvrstog (u fiksnom iznosu) utvrđivanja emisione cene. U drugu grupu, spadaju otvoreni postupci<sup>35</sup> pronalaženja emisione cene. To su: postupak aukcije sa svojim varijantama (metod jedinstvene i metod višestruke cene) i postupak stvaranja knjige koji je opšte poznat pod nazivom *bookbuilding*. Kod njih se za razliku od postupka čvrstog utvrđivanja emisione cene u trenutku upućivanja javne ponude utvrđuje samo indikativna (minimalna ili maksimalna) emisiona cena ili njen cenovni raspon (minimalna–maksimalna cena).

#### **b) Čvrsto (u fiksnom iznosu) određivanje emisione cene**

Čvrsto određivanje emisione cene akcija podrazumeva da se emisiona cena po kojoj se one nude utvrđuje u fiksnom iznosu unapred i kao takva predstavlja sastavni deo javne ponude još od početka njenog važenja.

U slučaju inicijalne javne ponude emisiona cena se određuje na bazi analize preduzeća emitenta odnosno procene njegove vrednosti pri čemu se uzima u obzir cena preduzeća uporedivih društava čiji se efekti već nalaze na organizovanom tržištu. Na kraju se u dogovoru između emisione banke (vođe konzorcijuma) i emitenta određuje emisiona cena efekata. U slučaju naredne javne ponude pored analize preduzeća emitenta, uzima se u obzir i kurs postojećih akcija emitenta kojima se već trguje ili se trgovalo na uređenom tržištu.

Ovaj postupak određivanja emisione cene ima određenih prednosti, ali i krupnih nedostataka. Prednost se sastoji u tome što kod fiksnog određivanja emisione cene, emitent može unapred da izračuna kakav priliv kapitala će ostvariti i kako će prikupljeni kapital rasporediti. Pored toga, čvrsto određivanje emisione cene je po pravilu praćeno čvrstim preuzimanjem emisije od strane emisione banke. U takvoj situaciji rizik pla-

---

<sup>35</sup> Ovi postupci se nazivaju otvorenim jer u utvrđivanju cene koja nije poznata u trenutku početka važenja javne ponude, pored emitenta učestvuju i investitori.

smana efekata na tržištu snosi emisiona banka kao pokrovitelj emisije, a ne emitent.

Osnovni nedostatak ovakvog postupka sastoji se u teškoćama da se odredi realna emisiona cena, koja bi dovela do potpunog uspeha emisije i istovremeno zadovoljila potrebe emitenta, emisione banke i investitora (ulagača). Emitent nije siguran, koju je najvišu cenu „tržište“ spremno da plati. On se nalazi na svojevrsnoj „klackalici“ u odmeravanju visine emisione cene.<sup>36</sup>

Utvrđivanje previsoke emisione cene stvara rizik da emisija ne uspe. Čak i kada rizik plasmana akcija, čvrstim preuzimanjem emisije (upisivanjem akcija u svoje ime i za svoj račun) preuzme emisiona banka, emitent iako oslobođen rizika neuspeha emisije, nije lišen drugih ekonomskih rizika. U slučaju da je emisiona cena utvrđena previsoko, emisiona banka će imati problem u pogledu daljeg plasmana. Nemogućnost plasiranja preuzetih akcija od strane emisione banke ima negativno povratno dejstvo i na emitenta. Akcije koje preostanu (koje nisu plasirane) po pravilu opterećuju tržišni kurs ostalih, „starih“ akcija emitenta. Da bi ublažila štetu po sebe, emisiona banka ih po zvaničnom kraju javnog plasmana, može otuđiti po nižem kursu od utvrđene emisione cene. To neminovno može uticati i na opadanje tržišne cene ostalih, „starih“ akcija (ranije emitovanih od strane istog emitenta).

Utvrđivanje niže emisione cene, po pravilu dovodi do uspeha emisije, ali ima druge negativne efekte. Prvo, emitent može da računa na manji iznos prikupljenog kapitala. Drugo, ako odredi prenisoku cenu emisije doći će do skupog kapitala, po kome će imati srazmerno veće obaveze nego što bi trebalo (isplata kamata kod „dužničkih“ hartija, isplata dividende kod akcija i dr.) Treće, utvrđivanje niže emisione cene može dovesti do prevelike zainteresovanosti potencijalnih investitora i samim tim do tzv. prebukiranosti emisije (prekobrojni upis efekata). Broj akcija koje se emituju je ograničen. Iako zadovoljni emisijom cenom potencijalni investitori, po pravilu, neće moći da računaju na potpuno ispunjenje njihove „porudžbine“, odnosno na upis onog broja akcija koji su želeli upisati. Stoga se u slučaju prebukiranosti emisije mora poseći za određenim, ne tako popularnim rešenjima. U tom smislu, postoje različita rešenja, koja, međutim, moraju očuvati ravnopravan tretman ulagača. Upis i uplata vrše se na način kojim se obezbeđuje ravnopravan tretman svih lica koja u datom roku i pod

---

<sup>36</sup> N. Jovanović, *Emisija vrednosnih papira – pravna razmatranja*, Beograd, 2001. str. 192.

utvrđenim uslovima vrše upis odnosno uplatu hartija od vrednosti.<sup>37</sup> Ako dođe do prebukiranosti emisije, a zakon i javna ponuda ne predviđaju uslove preraspodele, primenjuje se tzv. pro rata sistem. Prema njemu svakom investitoru pripada određen broj efekata u srazmeri sa brojem koje je upisao i uplatio u roku predviđenom za taj upis i uplatu. Naš ZPD predviđa drugačije pravilo samo u slučaju tzv. osnivačke javne emisije akcija, i to samo u pogledu preraspodele viška upisanih akcija. Ako je broj upisanih akcija u odnosu na ponuđeni broj akcija iz javne ponude veći, osnivačka skupština može odlučiti da prihvati upisani višak odnosno njegov deo, pri čemu upisnici akcija koji su ranije upisali akcije imaju pravo prvenstva, a ako je više lica istovremeno upisalo te akcije onda prihvata upisani višak srazmerno upisanim akcijama tih upisnika koje nisu višak.<sup>38</sup> Ovakva preraspodela se, međutim, odnosi samo na višak upisanih akcija, dok se u pogledu akcija koje su upisane do ponuđenog broja primenjuje pro rata sistem. Ipak, osnivačke javne emisije akcija su veoma retke. U nekim zemljama uopšte i nisu zakonom predviđene kao mogućnost. Kada je reč o javnoj ponudi akcija u postupku povećanja osnovnog kapitala, tu naši zakoni (ni ZPD, ni ZTHoV) ne predviđaju izričito mehanizme preraspodele, osim što ZTHoV, kao što smo već istakli, predviđa ravnopravan tretman svih koji su upisali odnosno uplatili „hartije“ u predviđenom roku. Dakle, preraspodela se kod povećanja osnovnog kapitala na osnovu javne ponude u slučaju prebukiranosti emisije vrši po pro rata sistemu, osim ako nije nešto drugo predviđeno javnom ponudom (npr. sistem prvenstvenog upisa prema datumu izvršenog upisa i sl.). Ovaj sistem, međutim, ne zadovoljava u potpunosti ni interese emitenta, ni interese investitora. Konačno, sistemu čvrstog određivanja emisijne cene se prigovara i nemogućnost učestvovanja potencijalnih investitora u postupku utvrđivanja emisijne cene.

Koncept čvrstog određivanja emisijne cene je dominirao u prošlosti u svim zemljama, bez obzira na vrstu efekata koji su bili predmet javne ponude. Danas to, međutim, nije slučaj. Postupak čvrstog određivanja emisijne cene je kada je reč o izdavanju akcija gotovo u potpunosti zamenjen tzv. postupkom stvaranja knjige (*bookbuilding*) i u razvijenim zemljama (npr. SR Nemačkoj) se može sresti samo u pojedinačnim slučajevima. U slučaju izdavanja drugih efekata postupak čvrstog utvrđivanja emisijne cene i dalje dominira.

<sup>37</sup> Videti član 44 st. 2-3. ZTHoV.

<sup>38</sup> Član 202 st. 2 ZPD.

### v) **Određivanje emisione cene aukcijom**

Određivanje emisione cene akcija aukcijom podrazumeva da se ona određuje u postupku aukcije. Emitent određuje samo minimalnu cenu akcija, po kojoj je spreman da ih otuđi, pozivajući ulagače da ih upišu ili kupe, uz napomenu da će akcije prvenstveno steći ulagači koji ponude veću cenu. Time emitent poziva potencijalne ulagače na takmičenje radi sticanja akcija. U praksi postoje dve metode (varijante) utvrđivanja emisione cene u postupku aukcije. To su metod jedinstvene i metod višestruke cene.

**Metod jedinstvene cene**, koji je poznat još pod nazivom holandska aukcija, u osnovi podrazumeva da iz „igre“ ispadaju oni, koji emitentu ponude cenu koja je niža od naknadno utvrđene jedinstvene cene po kojoj će akcije steći svi oni koji su „u igri“ ostali. Drugim rečima, to su oni koji su ponudili jednaku ili višu cenu od pomenute naknadno utvrđene cene. Metod jedinstvene cene u postupku aukcije se sprovodi na sledeći način: tokom važenja ponude (obično se poklapa sa rokom za upis akcija po upućenoj javnoj ponudi), investitori emitentu (ili emisioj banci) prijavljuju broj akcija koje žele da steknu, kao i cenu koju su spremni da za njih plate, ali ne ispod najniže cene koju je emitent odredio. Po isteku roka upisa emitent utvrđuje emisioj cenu. To je najviša cena, među cenama koju su ulagači ponudili emitentu, pod uslovom da po njoj mogu da se otuđe sve ponudene akcije. Ako to ipak nije moguće, emitent utvrđuje prvu sledeću nižu cenu po kojoj je moguće plasirati sve hartije od vrednosti. Pri tome je emitent dužan da sve akcije otuđi po istoj ceni, pa i ulagačima koji su mu ponudili višu cenu. Zapravo, sticaoci plaćaju jedinstvenu cenu koja je jednaka ceni koja je bila izražena u najnižoj prihvaćenoj ponudi. Ako po jedinstveno utvrđenoj ceni ima viška traženih akcija, one se dodeljuju kupcima (upisnicima) u srazmerno umanjenom broju, prema veličini njihovog učešća u ukupno traženom broju (pro rata sistem se koristi u slučaju prekobrojne tražnje, kada ništa drugo nije predviđeno). U tom slučaju je, međutim, moguće da emitent postavi dodatni kriterijum za prvenstveno sticanje akcija (npr. prema visini cene koju su ponudili bez obzira na to što se akcije stiču po jedinstveno utvrđenoj ceni, prema broju traženih akcija - prednost imaju oni koji traže više ili prema redosledu predaje ponude i dr.). Tada pun traženi broj dobijaju ulagači koji zadovolje taj dodatni kriterijum. Dodatni kriterijum svakako mora biti unapred određen, pre otpočinjanja aukcije, već u samom javnom pozivu, kako bi potencijalni ulagači sa njim bili unapred upoznati. U suprotnom bi se moralo primeniti načelo srazmernosti (pro rata sistem), kako bi se izbegla samovolja emitenta (načelo jednakog tretmana investitora).

Na prvi pogled, ovaj metod ima nedostataka za emitenta, jer omogućava investitorima da plate manje od cene koju su sami ponudili. Ipak, budući da oni koriste različite strategije nuđenja kod različitih varijanti aukcije, metod jedinstvene cene, pod izvesnim okolnostima može zapravo dovesti do većeg priliva kapitala za emitenta. Ovaj metod ohrabruje investitore da učine realnu ponudu za sticanje efekata, jer cena koju će oni zapravo trebati da plate često nije u direktnoj vezi sa cenom koju su ustvari ponudili.<sup>39</sup>

**Metod višestruke emisije cene** je nešto složeniji.<sup>40</sup> U okviru ove metode se emisija cena (odnosno cene) utvrđuje na jednom ili više berzanskih sastanaka, ali najkasnije do isteka roka za upis „hartija“ po javnom pozivu i u skladu sa odlukom emitenta hartija od vrednosti. Emitent još u javnom pozivu određuje minimalnu cenu po kojoj se može vršiti izdavanje. Pri tome na „prodajnoj“ strani učestvuje isključivo jedan limit nalog „prodaje“ koji sadrži minimalnu cenu utvrđenu u odluci emitenta. Svaki potencijalni ulagač (upisnik-kupac) može da ispostavi samo jedan (zapečaćena ponuda, eng. *sealed bid*) ili neograničen broj (progresivna ponuda, eng. *progressive bid*) limit ili tržišnih naloga „kupovine“. Limit nalog je nalog u kome se unapred utvrdi broj i cena po kojoj se „hartije“ žele steći. Tržišni nalog je nalog u kome se određuje broj, ali ne i cena po kojoj se „hartije“ žele steći.

Postupak utvrđivanja emisije cene (odnosno cene) se odvija tako što se prvo određuje da li ima limit naloga „kupovine“. Ukoliko ih nema, izvršice se realizacija tržišnih naloga u celosti po ceni koju je odredio emitent u svojoj odluci. Ako ih ima, onda se utvrđuje ukupna tražnja u svim limit nalozima kupovine, kao i ukupna tražnja u svim tržišnim nalozima kupovine. Od ukupne količine „hartija“ koje se nude (utvrđene u limit nalogu „prodaje“), oduzima se ukupna količina iz svih tržišnih naloga kupovine. Količina raspoloživih efekata namenjena je za realizaciju limit naloga „kupovine“ po cenama koje su sadržane u limit

---

<sup>39</sup> K. Dorton, *Auctioning new issues of corporate securities*, Virginia Law Review, br. 71/1985, p. 1385.

<sup>40</sup> U Pravilniku o poslovanju Beogradske berze metod višestruke emisije cene je predviđen kao jedan od mogućih načina određivanja emisije cene, u slučajevima kada se emitent opredeli da direktno izda hartije od vrednosti na organizovanom vanberzanskom ili berzanskom tržištu. Inače, hartije od vrednosti se najčešće prvo izdaju van organizovanog tržišta, a onda se potom podnosi zahtev za njihovo uključjenje na organizovano vanberzansko ili berzansko tržište. U svakom slučaju, odredbe ovog Pravilnika u domenu primene ovog metoda nisu mogle doći do izražaja zbog restriktivnih odredaba našeg prava (ZPD, ZTHoV i Pravilnika o sadržini i formi projekta i drugih dokumenata koji se podnose radi izdavanja hartija od vrednosti), koje je do sada omogućavalo isključivo primenu čvrstog postupka utvrđivanja emisije cene.

naložima „kupovine“. Ako je količina raspoloživih efekata manja od ukupne količine iz svih ispostavljenih limit naloga kupovine, prednost pri realizaciji imaju limit nalozi kupovine sa većom cenom, osim u slučaju jednake cene kada se vrši svođenje limit naloga „kupovine“ u srazmeri sa količinom traženih efekata u svakom od njih. Ako je, međutim, količina raspoloživih efekata veća od ukupne količine traženih efekata iz svih limit naloga „kupovine“, svi limit nalozi „kupovine“ se realizuju u celosti po cenama koje su u njima sadržane. Stoga se ovaj metod i naziva metodom višestruke cene. Efekti koji u tom slučaju preostanu dodeljuju se davaocima tržišnih naloga. Pri tome se svi tržišni nalozi „kupovine“ realizuju po prosečnoj ponderisanoj ceni realizovanih limit naloga „kupovine“. Ako je, međutim, broj raspoloživih efekata manji od broja ukupno traženih efekata u tržišnim naložima kupovine, prednost pri realizaciji tržišnih naloga kupovine imaju nalozi veći po količini, osim u slučaju jednake količine u svakom od njih kada se vrši svođenje tržišnih naloga na raspoloživ broj efekata.

Metod višestruke emisione cene je kao što se vidi iz prethodnih izlaganja veoma složen, pa se iz tog razloga i ređe koristi. Osim toga, svaki ponudilac (ulagač) čija ponuda bude prihvaćena, stiče efekte po ceni koju je ponudio. To dovodi do neke vrste diskriminacije, jer jedni plaćaju više, a drugi manje za sticanje identičnih efekata u istom trenutku.

Uopšteno gledano, bez obzira na vid aukcije, prednost aukcijskog načina određivanja emisione cene je dvojaka. Prvo, izdavaocu se omogućava da postigne optimalnu emisionu cenu po kojoj će istovremeno moći da plasira sve ponuđene efekte. Drugo, time se barem za izvesno vreme onemogućavaju špekulanti da nakon sticanja velikog broja ili čak svih efekata u neaukcijskoj emisiji, iste potom preprodaju po znatno višoj ceni. Otvoreni načini određivanja emisione cene (*open pricing*), u koje spada i aukcija, su se javili kao odgovor na nedostatke koji u praksi prate čvrsto određivanje emisione cene. To su po pravilu prenisko određivanje emisione cene, koje je istovremeno praćeno problemima koje sa sobom nosi prebukiranost emisije.

Aukcijska emisija se retko posebno uređuje u zakonima koji predstavljaju izvor Prava tržišta kapitala. Ona se, po pravilu, odvija po opštim pravilima o javnim nadmetanjima (čl. 229 – 233 ZOO) ili po berzanskim pravilima, ako se organizuje berzanska emisija. U svakom slučaju potrebno je da emitent unapred još u javnom pozivu (ili prospektu) jasno odredi uslove aukcije. U suprotnom je moguće da se emisija poništi kao nezakonita.

### g) Određivanje emisije cene u postupku stvaranja knjige (*bookbuilding*)

Postupak stvaranja knjige (*bookbuilding*) je fleksibilan postupak određivanja emisije cene koji je podeljen u više faza. Tokom ovog postupka se tek u jednoj od njegovih kasnijih faza utvrđuje cenovni raspon (minimalna i maksimalna emisijna cena) unutar koga se treba ju kretati ponude potencijalnih investitora. Postupak stvaranja knjige se primenjuje prvenstveno kod inicijalne javne ponude akcija. Akcije su korporativne hartije od vrednosti, a akcionari su članovi društva. Stoga na strani emitenta može postojati interes da njegovi članovi budu što „kvalitetniji“ ili tačno određene kategorije investitora. U uporednoj praksi se u novije vreme ovaj postupak primenjuje i u slučaju upućivanja privatne ponude.<sup>41</sup>

U prvoj fazi postupka se, kao i kod postupka čvrstog određivanja emisije cene, vrši analiza vrednosti preduzeća emitenta, pri čemu se uzima u obzir tržišna cena akcija uporedivih društava (npr. društava koja se u sličnom obimu bave istom ili sličnom delatnošću). To je tzv. **pre-marketing faza**.

Nakon toga se preduzeće emitenta predstavlja institucionalnim (profesionalnim) investitorima. To je tzv. **marketing faza**. Postupak predstavljanja emitenta profesionalnim investitorima se u inostranoj poslovnoj praksi naziva „*Road-show*“. Na osnovu razgovora sa profesionalnim investitorima emitent može predvideti kako će na tržištu kapitala ponuda njegovih efekata biti prihvaćena. Ipak, oglasi, reklame, prezentacije preduzeća emitenta, čak ni u formi „*Road-show-a*“ bez utvrđivanja predmeta ponude (akcija koje se nude) i unapred poznatog cenovnog okvira još uvek ne predstavljaju javnu ponudu akcija, jer još uvek nedostaju bitni elementi budućeg ugovora.<sup>42</sup> U tom momentu, između ostalog, još uvek ne postoji ni konkretna mogućnost sticanja akcija, jer nije počeo da teče rok za njihov upis i uplatu. Interesantno je, međutim, da u toku „*Road-show-a*“, još pre nego što bude utvrđen cenovni raspon, i pre upućivanja javnog poziva, profesionalni investitori mogu predavati svoje „kupovne“ ponude. Oni daju svoje ponude na osnovu predstavljanja preduzeća emitenta, individualnih informacija koje poseduju, prethodnih procena vrednosti preduzeća emitenta i sl.

---

<sup>41</sup> To je pojednostavljeni ubrzani postupak stvaranja knjige poznat pod nazivom „*Accelerated Bookbuilding*“.

<sup>42</sup> A. Heidelberg im *Kapitalmarktrechts - Kommentar*, Hrsg. Schwark E., München, 2004, p. 685.

Nakon toga sledi treća faza u kojoj se na osnovu unapred određenog cenovnog okvira prikupljaju ponude. Ova faza se naziva **fazom uzimanja ponuda** (eng. *order-taking phase*). U okviru nje se upućuje javni poziv potencijalnim investitorima da izvrše predaju svoje ponude za upis i uplatu akcija. Dakle, javna ponuda ovde uvek ima karakter samo poziva da se učine ponude (*invitatio ad offerendum*). Od tog trenutka počinje važenje javne ponude i sve obaveze i odgovornosti emitenta i drugih lica koje se za nju vezuju. U toku faze uzimanja ponuda potencijalni investitori daju svoje ponude koje se moraju kretati u okviru cenovnog okvira (minimalna – maksimalna cena) koji je utvrđen u javnom pozivu. Ovaj postupak se naziva postupkom stvaranja knjige, jer se sastavlja posebna lista (knjiga) o ponudama i profesionalnim investitorima koji su ih učinili. Privatni (obični) investitori se ne naznačavaju u knjizi, već se evidentira samo broj akcija koji oni žele da upišu. Profesionalni investitori se naznačavaju u knjizi, jer se u odnosu na njih primenjuje **sistem bodovanja** (eng. *scoring model*) o njihovom kvalitetu. Faza uzimanja ponuda se poklapa sa periodom važenja javne ponude i u praksi traje između 2 i 10 radnih dana.<sup>43</sup>

Nakon završetka faze uzimanja ponuda, emitent u dogovoru sa emisijom bankom ili vođom konzorcijuma banaka, a na osnovu prikupljenih ponuda, utvrđuje jedinstvenu emisiju cenu i vrši prerapodelu akcija (**faza preraspodele**) u zavisnosti od prethodno izraženog interesovanja za upisom akcija i u skladu sa odgovarajućim sistemom bodovanja (ako je emisija prebukirana). Prema sistemu bodovanja pored visine cene koju su investitori ponudili, raspodela akcija zavisi i od „kvaliteta“ i vrste investitora koji su te ponude učinili. Proces izbora investitora je veoma važan, jer u interesu emitenta može biti da akcije steknu kvalitetni i dugoročni investitori, koji imaju visok stepen poverenja u „menadžment“ kompanije. Sistem bodovanja dolazi do izražaja u slučaju prekobrojnog upisa (prebukiranosti emisije) tj. kada porudžbina akcija bude veća od obima emisije. U tom slučaju emisijona cena može biti fiksirana pri gornjoj granici cenovnog raspona. To je po pravilu najviša cena po kojoj je moguće plasirati celokupnu emisiju. Ukoliko se, međutim, želi postići veća disperzija investitora postavlja se nešto niža emisijona cena. Konačna preraspodela se, međutim, vrši u skladu sa modelom bodovanja. On se precizira unapred u ugovoru između emitenta i pokrovitelja emisije (emisijona banke ili konzorcijuma banaka). Prema sistemu bodovanja se ne vrednuju samo ponuđena cena, već i kvalitet odnosno ciljna grupa kojoj potencijalni investitor pripada. Prednost se pri to-

---

<sup>43</sup> J. Ekkenga – H. Maas, *op.cit.*, p. 93



me može dati različitim investitorima u skladu sa interesima emitenta. To mogu biti investitori koji su na određen način povezani sa emitentom<sup>44</sup> (npr. redovno mu vrše isporuku određene robe), investitori koji su dugoročno ili kratkoročno zainteresovani za posedovanje akcija emitenta, profesionalni ili obični (privatni) investitori, oni koji su dali ponudu za sticanjem većeg ili manjeg broja akcija i sl.<sup>45</sup> U zavisnosti šta je u interesu emitenta, vrši se tzv. kvotacija tj. određen broj bodova se dodeljuje svakoj pojedinoj grupi investitora (npr. investicioni fondovi dobijaju 10 bodova, osiguravajuća društva 6 itd), a potom se on množi sa cenom koju su pojedini investitori ponudili. Forum evropskih komisija za harije od vrednosti (skraćeno *FESCO*)<sup>46</sup> je usvojio Kodeks raspodele, koji treba da obezbedi fer postupanje prilikom vršenja preraspodele efekata. Ovaj Kodeks sadrži pravila ponašanja koja se odnose na stabilizaciju kursa, postupak preraspodele, kao i postupak preraspodele viška prilikom izvršenja tzv. *Greenshoe* metoda.<sup>47</sup>

Postupak stvaranja knjige može izazvati izvesne pravne nedoumice. Prvo, naveli smo da još u toku tzv. marketing faze i predstavljanja preduzeća emitenta pred profesionalnim investitorima (*Road-show*), a pre određivanja cenovnog raspona, profesionalni investitori mogu učiniti ponude za „kupovinu“ akcija. Problem, međutim, može nastati u slučaju ako njihova ponuđena cena ostane izvan naknadno utvrđenog cenovnog raspona. U tom slučaju kupovne ponude tih profesionalnih investitora nisu podobne za prihvatanje. One su pored toga tada i opozive. U praksi je, međutim, to redak slučaj jer su već primljene ponude od strane profesionalnih investitora dovoljan pokazatelj emitentu kako da postavi realni cenovni raspon. Drugo, ponude investitora pod određenim uslovima mogu biti opozive.<sup>48</sup> Na kraju, jedna od karakteristika ovog postupka ogleda se i u tome što se uplata akcija vrši tek po izvršenoj preraspodeli, za razliku od postupka čvrstog određivanja cene gde investitori upisuju i istovremeno vrše uplate za željeni broj akcija, pri čemu im se tek po izvršenoj preraspodeli vraćaju uplaćena sredstva za onaj broj akcija koji im nije dodeljen, a koje su platili još u trenutku njihovog upisa.

<sup>44</sup> U stranoj literaturi se nazivaju „Friends and Family“ investitorima.

<sup>45</sup> J. Ekkenga – H. Maas, *op.cit.*, p. 336.

<sup>46</sup> Forum of European Securities Commissions.

<sup>47</sup> J. Ekkenga – H. Maas, *op.cit.*, p. 337.

<sup>48</sup> Takva situacija npr. postoji u slučaju nenavodenja u prospektu barem maksimalne emisije cene i kriterijuma (uslova) za njeno utvrđivanje. U pogledu toga videti detaljnije izlaganja u okviru naslova 2 v „Pravo EU“.

Postupak stvaranja knjige ima svoje nedostatke, ali i brojne prednosti. Osnovni nedostatak se sastoji u tome što kao i kod drugih otvorenih postupaka pronalaženja emisijne cene emitent ne može znati unapred sa kakvim prilivom kapitala može računati. Nasuprot ovome, stoji prednost koja se sastoji u tome da se uključivanjem potencijalnih investitora u postupak pronalaženja emisijne cene pre može doći do adekvatne cene tj. najviše po kojoj celokupna emisija može biti plasirana. Rizik da pokrovitelj emisije (emisijna banka) neće uspeti da plasira sve akcije, što bi istovremeno opteretilo kurs „starih“ akcija je u ovom slučaju sveden na minimum. Pored postizanja optimalne emisijne cene, vrednost postupka stvaranja knjige se ogleda i u tome što se primenom posebnog sistema bodovanja omogućava emitentu da prilikom raspodele akcija, u skladu sa svojim preferencijalima, da prednost investitorima određenog „kvaliteta“ tj. onima koji mu pogoduju. Pri tome se izborom dugoročno i, ili kratkoročno orjentisanih ulagača može obezbediti likvidnost i stabilnost kursa svih akcija emitenta nakon završetka emisije.

*Vladimir Marjanski, LL. M. Assistant  
Novi Sad Faculty of Law*

## **Determining of shares' emission price (Pricing)**

### ***Abstract***

The question of the shares' emission price finding (pricing) has a great importance. Emission success decisively depends on proper emission price determining. Finding of an adequate emission price is difficult, since the interests of the issuer, emission bank and investor are regularly different. In order to get beyond these different interests, in praxis were made three methods for emission price determining: fixed price procedure, auction and bookbuilding procedure. In the paper are analyzed mainly legal aspects related to emission price finding, such as: legal limitations concerning determining of the emission price, legal constrains related to the possibility of making choice of emission price finding procedures, legal rules regulating these procedures, field of their application, as well as advantages and disadvantages of their usage in praxis.